

## マーケット・アイ

### 1. 景況判断

- 内閣府は1月の月例経済報告で、景気の基調判断を、「輸出が引き続き弱含むなかで、製造業を中心に弱さが一段と増しているものの、緩やかに回復している」に据え置いた。項目別の判断では、設備投資を「機械投資に弱さもみられるが、緩やかな増加傾向にある」から「緩やかな増加傾向にあるものの、一部に弱さがみられる」に引き下げた。また、国内企業物価については、「このところ下落テンポが鈍化している」から「このところ横ばいとなっている」とした。
- 日本銀行は1月20、21日の金融政策決定会合後に公表した景気の現状判断を、「海外経済の減速や自然災害などの影響から輸出・生産や企業マインド面に弱めの動きがみられるものの、所得から支出への前向きの循環メカニズムで、基調としては緩やかに拡大している」に据え置いた。主要な個別項目の判断も維持した。
- 総務省が発表した12月の全国コアCPI（除く生鮮食品）は前年同月比+0.7%（11月同+0.5%）となった。エネルギー、宿泊料などが押し上げに寄与した。総合は同+0.8%（11月同+0.5%）となった。生鮮食品などが押し上げに寄与した。物価の基調をみるうえで参考となる生鮮食品およびエネルギーを除く総合ベースは同+0.9%（11月同+0.8%）となった。消費税率引き上げと幼児教育・保育無償化を調整したコアCPI上昇率は同+0.4%（11月同+0.2%）であった。

### 2. 金融政策

- 日銀は、1月20、21日に開催した金融政策決定会合で、長短金利操作（イールドカーブ・コントロール）を賛成7反対2で現状の方針を維持することを決定した。資産買入れ方針については全員一致で据え置いた。  
政策金利については、「『物価安定の目標』に向けたモメンタムが損なわれる惧れに注意する必要な間、現在の長短金利の水準、または、それを下回る水準で推移することを想定している」とのフォワードガイダンスを維持した。また、「今後とも、金融政策運営の観点から重視すべきリスクの点検を行うとともに、経済・物価・金融情勢を踏まえ、『物価安定の目標』に向けたモメンタムを維持するため、必要な政策の調整を行う。特に、海外経済の動向を中心に経済・物価の下振れリスクが大きいもとで、先行き、『物価安定の目標』に向けたモメンタムが損なわれる惧れが高まる場合には、躊躇なく、追加的な金融緩和措置を講じる」

との方針を維持した。

- 黒田日銀総裁は、1月21日の決定会合後の定例記者会見で、経済・物価面のリスクバランスについて、「経済の見通しについては、海外経済の動向を中心に下振れリスクの方が大きいほか、物価の見通しについても、経済の下振れリスクに加えて、中長期的な予想物価上昇率の動向の不確実性などから、下振れリスクの方が大きいとみている」と述べた。そうした要因として、「海外経済を巡る下振れリスクは、米中間の通商交渉に進展がみられるなど、ひと頃よりも幾分低下したものの、中東情勢を巡る地政学的リスク等を含め、依然として大きいとみられ、海外経済の動向を中心とした経済の下振れリスクが顕在化した場合には、物価にも相応の影響が及ぶ可能性があると考えられる」と指摘した。こうしたことから、「『物価安定の目標』に向けたモメンタムが損なわれる恐れについては、一段と高まる状況ではないものの、引き続き、注意が必要な情勢にある」、「海外経済の動向を中心に経済・物価の下振れリスクが大きいもとの、先行き、『物価安定の目標』に向けたモメンタムが損なわれる恐れが高まる場合には、躊躇なく、追加的な金融緩和措置を講じる」との姿勢を引き続き示した。そうした中、低金利が長期化する場合の影響については、「金融仲介機能に及ぼす影響など、政策のコストと言いますか副作用に留意は必要ではあるが、現時点では、政策の効果がコストを上回っていると私どもは判断している」とした。

### 3. 短期金利の動向

#### (1) インターバンク市場

- コール市場をみると、1月からの流れを引き継ぎ、地銀・証券を中心に調達意欲が強く、加えて試し取りもみられていることで、無担保コール0/N加重平均レートは $\Delta 0.01\%$ 台まで上昇している。

#### (2) オープン市場

- レポ市場では、入札や積みの調整などの要因でレート上昇する日がみられていることで、概ね $\Delta 0.10 \sim \Delta 0.05\%$ での推移となっている。
- 短国市場では、短国買入オペが市場予想を上回る規模でオファーされ続けていることもあり、3M物から1Y物までしっかりした展開が続いている。7日の3M物入札は按分 $\Delta 0.1323\%$ となった。短国買入オペのオファー額が多いことを背景に、入札結果は1月から徐々にレートが低下している。
- CP市場では、1月末の発行残高は22兆3,234億円（前月比+18,498億円、前年同月比+11,797億円）となった。月末残高が22兆円台となるのは2008年8月末以来である。12月の有利子負債削減の動きが一服したことで、市場発行残高は前月比で大幅に増加した。前年同月比での増加は35か月連続となり、事業法人の月末発行残高も過去最高を更新した。2月初頭に入ってから、発行残高は22兆円台で推移している。発行レートは0%近傍で変わらずの推移と

なっている。

#### 4. 今後の見通し等

- ユーロ圏経済をみると、10～12月期の実質GDP（速報値）は前期比+0.1%（7～9月期同+0.3%）と伸びが減速し、低水準の成長となっている。

- ユーロ圏経済の先行きについて、市場では、緩和的な金融政策のもとで、良好な雇用・所得環境が続いていることなどが景気下支え要因となるとみられている。また、拡張的な財政政策が景気の下支えに寄与することも期待されている。ただ、景気下振れ要因が少なからず存在していることから、景気の基調は弱く、低成長が続く可能性が高いともみられている。下振れの要因としては、域内での政治を巡る不確実性、英国のEU離脱後の移行期間における通商交渉などの動向、米国による通商政策、中国をはじめとする世界経済の減速、新型肺炎や地政学的リスクなどによる経済的な影響などが指摘されている。また、こうしたリスク要因により、企業および家計のマインドが悪化することを通じて、実体経済に悪影響が及ぶリスクが懸念材料として指摘されている。ただ、こうした中でも、利下げが行われたことや、米中通商交渉に改善の兆しが窺われていることなどから、一部に景気底打ち感がみられつつあるといった見方もある。

個別項目をみると、個人消費は、良好な雇用・所得環境が続いていること、基調的な物価の上昇が緩やかなものに止まっていることもあって、底堅く推移すると見込まれているが、雇用の改善ペースが鈍ってきていることや、先行きの不透明感などにより消費マインドが悪化する可能性があるといった指摘もみられている。設備投資については、引き続き緩和的な金融環境が下支えとなっていることなどから、底堅く推移することが見込まれているが、設備稼働率が低下傾向にあることや、世界的な景気減速、米国の通商政策などの影響から、企業は先行きに対して慎重な姿勢で臨むとみられている。輸出面では、米国景気の拡大持続、米中通商協議に改善の動きが窺われることなどが寄与すると期待されている。ただ、離脱後の通商交渉を巡る不透明感などを背景とした英国向け輸出の減少、中国をはじめとする世界経済の減速、通貨面で不安定な新興国に対する懸念、新型肺炎や地政学的リスク等から伸び悩むとみられており、場合によっては想定以上に減速することに注意する必要があるといった見方が続いている。

- ユーロ圏の1月の消費者物価指数（速報値）は、前年比+1.4%（12月同+1.3%）となった。未加工食品やエネルギーなどが上昇の要因となった。変動の激しいエネルギー、食品、酒・タバコを除いたコア指数は前年比+1.1%（12月同+1.3%）と伸びが鈍化した。
- ユーロ圏の物価の先行きについて、市場では、景気が減速していること、賃金による物価押し上げ圧力がさほど強くないことなどから、物価上昇感の弱い状況が続くとみられている。
- ECBは1月23日に開催した定例理事会で、中銀預金金利を△0.50%、リファイナンス金利を

0.00%、限界貸出金利を0.25%にそれぞれ据え置いた。先行きの政策金利に関するフォワードガイダンスについては、「インフレ見通しが予測対象期間において2%をやや下回るものの、十分に近い水準に向かって確り上昇するまで、そしてそうした物価の上昇が基調的なインフレの動きに一貫して反映されるまで、政策金利については現行もしくはより低い水準に止まる見込みである」との文言を維持した。

資産買入プログラムに基づく資産購入は月額200億ユーロのペースで継続することを確認した。債券買入は「政策金利の緩和的な効果を補強するのに必要な限り継続し、主要政策金利を引き上げる直前まで続ける」との方針を維持した。また、「満期償還資金については全額の再投資を続ける」こと、「この再投資は、利上げ開始後も長期間、そして望ましい流動性環境や十分な金融緩和を維持するのに必要な限り、継続する」ことも維持した。

また、今回の理事会で、金融政策戦略の再評価を開始する決定したことを明らかにした。

- ラガルド総裁は、理事会後の記者会見で公表した声明文で、経済については、「ユーロ圏の経済成長は続いているものの緩やかである」とし、「製造業部門の弱さが引き続きユーロ圏の経済成長の足かせとなっている」との認識を示した。「ユーロ圏の成長見通しを取り巻くリスクについては、「地政学的要因、保護主義の台頭、新興国市場の脆弱性などから引き続き下向きに傾いている」と慎重な見方を続けたが、「国際貿易を巡る不確実性が一部後退する中、リスクは以前ほど顕著ではない」との指摘もみられた。物価面では、「インフレ率の動向は全体的に抑制されたままだが、基調的なインフレ率は予想に沿って緩やかに上昇しているという兆候が一部存在する」とした。こうした要因としては、「労働市場の引き締まりに伴い労働コスト圧力が増す半面、成長の勢いは鈍り、インフレの波及を遅らせている」とした。こうした中、金融政策については、「インフレが目標に持続的に近づくのを確保するため、あらゆる手段を適切に活用する用意がある」、「中期的に2%弱のインフレ率の回復を持続的に支えるには、十分な金融緩和が依然として必要である」との方針を続けた。

- ECBの金融政策の先行きについて、市場では、暫く様子見姿勢を続けるとみられている。また、超緩和的な金融政策が長期化する可能性が高いと予想されている。こうした背景には、低成長が続いていることや基調的な物価が緩やかな上昇に止まっていることに加え、通商摩擦や地政学的な要因による不確実性がみられていること、世界経済の減速がみられていること、新興国市場で不安定な動きがみられていることなど、環境面の厳しさがこうした背景として指摘されている。

さらなる追加緩和については、フォワードガイダンスで、引き続き、「主要政策金利は物価が2%弱の水準まで確実に近づくまで現在の水準、もしくはそれを下回る水準に止まる見込みである」としていることなどから、まだ可能性はあると指摘されている。特に、景気が一段と悪化する場合には、追加緩和を決定する公算が高いとみられている。その場合の施策については、月額の買入額の引き上げには33%ルールの見直しなどハードルが高いと指摘されているため、利下げが優先されるとみられている。

一方、これ以上の追加緩和については、今後、難しいのではないかとといった見方が続いている。

る。マイナス金利の深掘りと合わせて、当座預金に対する2段階の金利階層システムを導入して銀行の負担を軽減する施策を図ったが、預貸利ザヤの圧迫による銀行の収益や資本基盤が悪化することを防ぐのは難しいとみられており、こうしたことなどからこれ以上のマイナス金利の深掘りができない可能性があるといった指摘がみられている。また、昨年の緩和策についてECB内で反対意見もあったことなどから、域内の景気、物価がさらに落ち込まない限り、現行の金融政策が当面維持されるとの見方もある。さらに、昨年9月の理事会以降、財政政策の果たす役割の重要性が一段と強調され、財政余力のある国による対応の必要性が発信されていることなどから、金融政策による対応に限界が来ているのではないかとの憶測もみられている。

- 英国経済をみると、10～12月期の実質GDPは前期比0.0%（7～9月同+0.5%）と横這いに止まった。設備投資が同△1.0%（7～9月期同+0.2%）とマイナスに転じた。個人消費は同+0.1%（7～9月期同+0.4%）と低い伸びに止まった。EU離脱を巡る不透明感が経済の足かせとなったとみられている。
- 英国経済の先行きについて、市場では、雇用・所得環境などが下支え要因となっているほか、離脱の混乱に一定の道筋がついたことで先行きの不透明感が低下するなど明るい材料も出てきている。しかしながら、離脱後の新たな通商協定に係る動向がなお見通せないなど不確実性が残されており、これによる景気への重石がなお続くとみられていることなどから、基調としては緩慢な成長に止まるとみられている。また、将来への不確実性などから、先行きに対する見通しは幅を持っておく必要があり、離脱後の移行期間における帰趨によっては、物流・生産や金融市場の混乱などから景気後退に陥る可能性があるといった懸念もみられている。また、離脱に伴う移民や海外からの投資の減少が、英国経済の成長力を抑制する可能性も指摘されている。こうした中、家計部門では、雇用・所得環境が下支え要因となっているものの、EU離脱後の移行期間における先行きへの不安等による消費マインドの低下が懸念されていることなどから、個人消費は減速した状態が続くと見込まれている。企業部門では、国内経済が減速方向にあること、世界経済の減速がみられていることなどから、企業は新たな投資に慎重になっており、設備投資が伸び悩むと予想されている。輸出については、米国の成長持続による増加が期待されているものの、米国の通商政策による影響への懸念や、新興国市場での不安定な動き、地政学的リスクなどから、景気への効果も限定的で、下振れリスクが強いとみられている。
- 英国の12月の消費者物価指数は前年比+1.3%（11月同+1.5%）となった。価格変動の大きいエネルギー、食品、アルコール飲料およびたばこを除いたコア消費者物価は前年比+1.4%（11月同+1.7%）となった。
- 英国の物価の先行きについて、市場では、1%台での現状程度の水準で引き続き推移すると予想されている。物価の上昇を抑制する要因としては、国内景気が基調として減速していく

ことなどが挙げられている。一方、物価押上げ要因としては、タイトな労働需給などによる賃金の上昇要因が存在していること、EU離脱後の移行期間中に行われる通商交渉などを巡る先行きの不透明感からポンド売りが進行する可能性もあるとみられていること、などが指摘されている。

- BOEは、1月29日に金融政策委員会の結果を発表し、政策金利を0.75%に据え置くことを賛成7反対2で決定した。反対した2名は0.25%の利下げを主張した。国債買入枠は4,350億ポンド、投資適格社債の買入枠は100億ポンドにそれぞれ維持することを全会一致で決定した。
- 金融政策委員会の議事要旨によれば、経済については、「貿易を巡る緊張が部分的に和らいでいることや、世界的に金融が緩和した状態が続いていることなどから、世界経済が安定化してきていることを示す指標がみられている」中で、「国内経済においては、企業や家計に不確実性が低下している」との判断を示した。また、先行きの見通しについては、「世界経済の改善のほか、ブレグジットを巡る不確実性の低下や財政出動などに支えられて、国内の成長は持ち直す」とした。物価面では、「インフレ率は2020年と2021年のほとんどにわたって目標とする2%を下回り続ける」との予想を示した。こうした中、政策については、「国内外の経済活動を巡る最近の指標の改善が持続しない場合や国内物価指標の弱さが続く場合には、成長回復を補強する政策が必要になる可能性がある」とした。成長が予想通り進む場合においては、従来の「限定的かつ漸進的な利上げが必要になる」から今回は「幾分の緩やかな引き締めが必要となる可能性がある」との文言に修正した。
- BOEの金融政策の先行きについて、市場では、引き続きEU離脱後の移行期間における動向や景気・物価動向を見極めつつ、BOEが慎重に判断していく展開が続くとみられており、政策金利の据え置きがなお続くと予想されている。こうした基本姿勢のもと、今後、物価が高進するようであれば、利上げに踏み切る可能性がある一方、景気が一段と悪化するようであれば、利上げができない、あるいは緩和策に動く可能性があるとみられている。また、離脱の帰趨によっても政策に影響があると指摘されている。
- 米国経済をみると、10~12月期の実質GDP（速報値）は前期比年率+2.1%（7~9月期同+2.1%）となった。純輸出の寄与度が+1.48%ポイント（7~9月期△0.14%ポイント）と成長に寄与したほか、住宅投資も前期比年率+5.8%（7~9月同+4.6%）と高い伸びを示した。一方、個人消費は同+1.8%（7~9月同+3.2%）と伸びが鈍化した。また、設備投資は同△1.5%（7~9月同△2.3%）とマイナス幅が縮小したものの、3期連続で減少した。
- 米国の1月雇用統計では、非農業部門雇用者数は前月比+22.5万人（12月同+17.4万人）と高めの伸びとなった。失業率は3.6%（12月同3.5%）となった。時間当たり賃金は前年同月比で+3.1%（12月+3.0%）となった。

- 米国経済の先行きについて、市場では、景気拡大基調を維持すると引き続きみられているが、下振れリスクとなる要因が少なからずみられていることから、成長ペースの減速した状態が続くと予想されている。景気拡大基調を維持する要因としては、個人消費が良好な雇用・所得環境などを背景に増加基調が続くことが見込まれている。FRBによる予防的な金融緩和政策が景気の下支えになるもみられている。また、再選を控えたトランプ大統領が景気に配慮した政策運営を行うとみられていることや、米中通商交渉に改善の兆しが窺われていることなども、景気の先行きに対する明るい材料となっているといった指摘もある。ただ、景気下振れに繋がるリスク要因としては、世界的な景気減速が持続することによる影響が指摘されているほか、新型肺炎の影響も注視されている。また、トランプ政権の通商政策の動向に改善の兆しがみられているものの、なお予断を許さない状況が続いていることによる影響も指摘されている。さらに、景気の先行きに対する不透明感や、11月に大統領選を控えていることによる政策面での不確実性などが、家計・企業マインドの重しなどになる場合には、景気が下振れるリスクがあるとみられている。こうした中、これまでの財政拡張政策の効果が薄れてくることも、景気の先行きに対する不安材料となっている。この間、株価の調整や金融市場の不安定化の可能性などによる景気への影響にも留意する必要があるとみられている。このほか、長期にわたる景気拡大が続いている中で景気循環の観点から景気後退の可能性を排除できないといった見方もある。

個別項目をみると、個人消費は、良好な雇用・所得環境などから、総じて堅調に推移し、引き続き増加基調で推移することが見込まれている。ただ、既往の所得税減税の効果が減衰していること、雇用の改善の余地が低下してきていること、また、政策や政権に対する不安が強まる場合などにより、消費行動が抑制される可能性があるといった指摘もみられている。住宅投資については、雇用・所得環境の持続的な改善、低金利の持続などが家計の住宅購買意欲を下支えすると期待されているが、建設関連での人手不足の影響のほか、住宅価格の上昇など抑制要因もみられている。設備投資面では、内需の拡大が持続するとみられていること、人手不足感が高いことなどが投資の増加要因として期待されている。ただ、法人税減税効果の剥落、トランプ政権の動向や通商・外交政策による影響、世界経済の減速、資本ストックの積み上がりなどにより、企業のマインドが一段と慎重化し、低調な投資に止まる可能性もあるとみられている。この間、輸出については、底堅く推移することが期待されているが、中国をはじめとする世界経済が減速してきていること、トランプ政権による通商政策の影響が和らいでいるとはいえ、なお懸念材料として指摘されており、不確実性が高い状況が続くとみられている。

- 米国の物価動向をみると、1月のコア消費者物価指数（除く食品・エネルギー）は前年比+2.3%（12月同+2.3%）となった。家賃などの上昇がみられている。総合では同+2.5%（12月同+2.3%）となった。ガソリンなどの上昇がみられている。また、12月の個人消費支出価格指数をみると、コア指数（除く食料品・エネルギー）は前年比+1.6%（11月同+1.5%）となった。総合では同+1.6%（11月同+1.4%）となった。

- 米国の物価の先行きについて、市場では、インフレの上昇要因と抑制要因がみられている中、原油価格による影響等から振れはあるものの、現状程度の水準で推移すると見込まれている。物価上昇要因としては、労働需給のタイト化を背景とした賃金の上昇、堅調な内需を背景としたサービス物価の上昇、関税率の引き上げなどによる影響が指摘されている。一方で、景気減速の影響が指摘されていること、雇用の増大や失業率の低下の割には賃金の上昇率が今のところ大幅に加速するとはみられていないこと、インフレ期待が低下していることなどが、物価抑制要因として指摘されている。また、価格競争の高まりや技術革新の進展の影響などがインフレ上昇圧力を限定する要因ともみられている。
  
- 1月28、29日に開催されたFOMCで、FFレートの誘導目標を1.50%~1.75%に据え置くことを全会一致で決定した。
  
- 委員会後に発表した声明文では、経済の現状については、「経済活動は緩やかなペースで拡大している」との判断を続けた。「家計支出は緩やかなペースで増加しているが、設備投資と輸出が弱いままである」とした。物価面では、「前年比ベースでみた総合的なインフレ率と食品・エネルギーを除くインフレ率は2%を下回っている」との見解を続けた。こうした中、現在の金融政策スタンスについて、「経済活動の持続的な拡大、力強い労働市場、委員会の対称的な目標である2%にインフレ率が戻るのを支えるために適切であると判断している」とした。また、「FF金利誘導目標レンジの適切な道筋を精査しながら、世界的な動向や抑制されたインフレ圧力など経済見通しに関する今後の情報が示唆するものを引き続き注視する」とした。FF金利誘導目標レンジの今後の調整の時期と規模については、「委員会は最大限の雇用確保の目標と対称的な2%のインフレ率目標に関連付けながら、経済情勢の実績と見通しを精査する」とし、「この精査にあたっては、労働市場の状況を示す指標のほか、インフレ圧力やインフレ期待の指標、金融・国際情勢に関する情報を幅広く考慮する」とこれまでと同様の判断を続ける文言は据え置いた。
  
- 米国の金融政策の先行きについて、市場では、昨年の利下げ後の経済・物価の動向等を当面見守る様子見姿勢を続けるとみられている。1月のFOMCの声明文で、現在の金融政策スタンスについて、「適切であると判断している」との認識を続けていること、また、今のところ米国経済が減速しつつも拡大を続けており、後退局面に向かう兆候はみられていないことなどが、様子見姿勢を続けるとの見方の背景にある。  
 ただ、FRBは経済データ次第との見解を続けており、下振れリスクが高まるようであれば、さらなる利下げの可能性があると指摘されている。米中通商協議の動向などにより経済の下振れリスクが強まった場合や、インフレ圧力が一段と低下した場合などには、実施される可能性があると指摘されている。また、新型肺炎の影響も注視する必要があるとみられている。さらに、今年は大統領選を控えており、これまで金融政策を批判してきたトランプ大統領の言動による影響にも留意する必要があるといった指摘もみられている。  
 なお、利上げ再開については、経済の減速した状態が続くと予想されていること、物価が大

幅に上昇する様相がみられないことなどから、その可能性は低いと指摘されているが、労働需給が一段とタイト化している中での物価動向を注視していく必要はあるとみられている。パウエル議長は、「利上げには大幅かつ持続的なインフレが必要である」と述べている。

- 日本経済の先行きについて、市場では、海外経済の動向、消費税や自然災害の影響などによる振れを伴いつつも、緩やかな拡大傾向を維持するとの見方がメイン・シナリオとなっているが、輸出の停滞などを背景に、景気は先行きの不透明感の強い足踏み状況が続く展開となる可能性が高いとみられている。ただし、景気後退には至らないとの見方が今のところ多い。緩やかな成長を期待する見方としては、国内での人手不足や米国経済の拡大等を背景とした設備投資の底堅さや、回復テンポが鈍いものの良好な雇用環境を背景とした個人消費の緩やかな持ち直しが指摘されている。また、経済対策による下支え効果も期待されている。ただ、輸出の停滞が長引くことにより景気減速感が一段と強まるリスクを警戒する指摘がみられている。また、所得の伸びの鈍さや企業収益の低下など消費・投資を取り巻く環境がむしろ悪化している中、輸出の停滞もあって、これらが設備投資や個人消費の回復を阻害する可能性があることに注意しておく必要があるとの見方もある。

リスク要因としては、中国や欧州など世界経済の減速、新型肺炎の影響、地政学的リスクなどが指摘されている。また、トランプ政権による通商政策や同政権を巡る政治的な混乱の可能性等による日本への影響が不安材料とみられている。さらに、景気回復感が乏しい中で先行きに対する不透明感が一段と強まることにより消費者心理や企業マインドが冷え込むことも懸念されている。こうした中、先行きの不確実性の強まりから、金融・株式市場の混乱の可能性による景気への影響にも留意する必要があるとみられている。

10月に実施された消費税増税の影響については、前回の2014年時と比べ税率の引き上げ幅が小さいほか、軽減税率の導入や教育無償化など負担を軽減する対策が実施されたため、駆け込み需要は前回に比べ小規模に止まっており、その反動減も比較的小さく、増税実施後の景気の大幅な落ち込みは回避されるとみられている。

個別項目の見通しをみると、個人消費は、労働需給の引き締まりを背景とした雇用・所得環境の持続的な改善や、オリンピックなどによる下支え要因もあって、底堅い中で緩やかに持ち直していくといった見方もあるが、雇用者数の増加テンポが鈍化していることや賃金の伸びが緩やかであること、先行きに対する不安や不透明感などによる生活防衛意識が根強く底流していることなどから、消費マインドが一段と慎重化する可能性があり、持ち直すとしてもテンポは鈍く、力強さに欠けるとの見方が多い。消費税率の引き上げの影響については、引き上げ直後は前回増税時よりは小さいながらも一定の反動減が発生しているが、軽減税率の導入や教育の無償化などの対策等により家計の負担増が緩和されているため、消費の大幅な落ち込みは回避でき、消費下押しの長期化は避けられるとみられている。住宅投資面では、雇用環境の改善が続いていること、住宅ローン金利が低水準で推移していることなどを背景とした増加期待もあるが、住宅価格の高止まりによる需要減、空室率の上昇や貸家の供給過剰感、建設産業における人手不足の深刻化など、抑制要因も指摘されており、住宅投資による景気押し上げ力は弱いとみられている。設備投資については、人手不足が深刻化しているこ

と、米国経済の拡大が続いていること、資金調達コストが低水準にあることなどから、省力化・自動化投資や更新投資などを中心に、増加が続くことが予想されている。また、オリンピック関連需要も引き続き見込まれている。ただ、内需や輸出が力強さに欠けていること、高水準であった企業収益が低下してきていること、米国の通商政策や新型肺炎などにより世界経済の減速感が強まっていることなどから、投資手控えや先送りによる下振れリスクが懸念されている。また、先行きは徐々にストック調整圧力が強まる局面に入っていくといった指摘もみられている点には留意する必要がある。輸出面では、米国経済が拡大基調を続けると見込まれていること、世界的なIT需要の底入れ感が窺われていることなどから、失速する可能性は低いとみられているが、米国の通商政策や新型肺炎などに伴う影響の可能性から先行きの不透明感がなお強いこと、中国など世界経済が減速傾向にあることなどから、伸び悩みが続くと見込まれている。

- 国内物価の先行きについて、市場では、物価押し上げ要因と押し下げ要因が存在しているが、物価押し下げないし伸び悩みの要因が多く、基調としては低調な推移が続くとみられている。物価押し上げ要因としては、人件費や原材料費などの上昇による価格転嫁が指摘されており、人手不足などの供給制約に伴う構造的なコストプッシュ圧力が存在するとみられている。一方、押し下げないし伸び悩みの要因をみると、景気が力強さに欠けていること、賃金の上昇力が弱いこと、マクロ的な需給環境の改善が後退していること、などが挙げられている。また、先行きの不透明感などによる家計の節約志向が物価下押しに作用するとみられていることや、そうした中で企業がコストの上昇を消費者に多くを転嫁するのが難しいとみられている。こうしたことに加え、ネット通販の普及などが物価押し下げ要因として指摘されている。このため、消費者物価の基調的な動きとしては、ゼロ%台での低調な推移が予想されている。消費税関係の影響については、10月からの消費税率引き上げにより物価が押し上げられている一方、幼児教育無償化の導入等は押し下げ要因となっている。さらに、2020年4月実施の高等教育無償化も押し下げ要因となる。消費税引き上げによる押し上げ効果と教育無償化による押し下げ効果のネットの影響は今のところ+0.2%~+0.3%ポイント程度とみられている。これらの制度変更要因も含めたコア消費者物価の前年比上昇率でもても低調な水準で推移すると見込まれており、増税および無償化要因を除いたベースでゼロ%台前半から半ば程度での推移が続く可能性が高いとみられている。
- 日銀の金融政策の先行きについて、市場では、課題である2%の「物価安定の目標」を維持し続けている中でその達成が今のところ見通し難いとみられていること、現行の政策金利のフォワードガイダンスにより金融緩和姿勢がより強く示されていることなどもあって、強力な緩和策を粘り強く長期間にわたって続けるとみられている。追加緩和については、日銀がこうした姿勢を示している中、景気の下振れリスクが一段と強まったり、物価が思うように上昇しない状況下では、引き続きその可能性があることと市場ではみられている。また、新型肺炎の影響も注視する必要があるとみられている。ただ、大きな政策変更には引き続き慎重とみられており、マイナス金利や緩和の長期化に伴う銀行への収

益圧迫や機関投資家の運用難などの副作用への配慮等から、日銀は追加緩和を出来るだけ温存しておきたいと考えているのではないかといった指摘もみられている。

一方で、現状では、よほどの金融市場の混乱や景気の失速などが無い限り、さらなる緩和を実施するのは難しいのではないかといった見方もある。こうした背景には、マイナス金利政策などの副作用が強く意識されている中、さらなる緩和は金融不均衡の蓄積や金融仲介機能の低下により、政策効果が薄れる可能性があることが指摘されており、現状の金融・経済環境を踏まえると、追加緩和には踏み切りにくい状況にあるとみられている。また、追加緩和の手段が乏しいとみられていることも要因として挙げられている。

以 上



## セントラル短資株式会社

総合企画部 企画調査グループ

〒103-0021 東京都中央区日本橋本石町 3-3-14

Tel:03-3246-2651 Fax:03-3242-5012

当資料は情報提供のみを目的として作成されたものであり、取引の勧誘を目的としたものではありません。ここに記載されているデータ、意見などはセントラル短資が信頼に足り、且つ正確であると判断した情報に基づき作成されたものではありませんが、当社はその正確性、確実性を保証するものではありません。ここに記載された内容が事前連絡無しに変更されることもあります。当資料に記載された条件などはあくまでも仮定的なものであり、かかる取引に関するリスクを全て特定・示唆するものではありません。なお、本レポートに記述された意見に関する部分は執筆者の個人的見解によるもので、当社の見解を示すものではありません。金融商品のお取引には価格変動によるリスクがあります。金融商品のお取引には手数料等をご負担頂くものがあります。金融商品取引法に基づきお渡しする書面や目論見書をよくお読み下さい。

セントラル短資株式会社 登録金融機関 関東財務局長（登金）第 526 号 日本証券業協会加入